czwartek, 14 grudnia 2017 | komentarz specjalny

BZ WBK – BZ WBK ogłasza przejęcie DB Polska

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 377,87 PLN | cena bieżąca: 384,00 PLN

BZW PW; BZW.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami BZ WBK ogłosił przejęcie wydzielonej części DB Polska. Wydzielona część składać się będzie z części detalicznej, MŚP oraz domu maklerskiego DB. BZ WBK nie przejmie części korporacyjnej DB Polska oraz części inwestycyjnej. Cena za aktywa została wyznaczona na 1 290 mln PLN (z czego 20 mln PLN za DB Securities), co implikuje 0,6x P/TBV. DB oczekuje docelowo 129 mln PLN synergii kosztowych oraz 255 kosztów integracji. Uważamy, że przejęcie DB Polska jest pozytywną informacją dla akcjonariuszy. Z jednej strony transakcja pozytywnie wpłynie na EPS spółki (4%-5% w latach 2019-2021), a z drugiej rozwodni udział kredytów hipotecznych CHF w portfelu, co zwiększy możliwości dywidendowe banku. Jednocześnie uważamy, że duża część (jak nie wszystkie) kosztów integracji zostanie pokryta przez rozpoznanie tzw. „bad-will'u" z transakcji w 2018 roku, zaś synergie kosztowe mogą nadal okazać się wyższe od oczekiwań dzięki chociażby niższemu kosztowi finansowania. Negatywnie w transakcji postrzegamy pasywa przejmowanego podmiotu (po przejęciu L/D BZ WBK wyniesie 107%, a BZ WBK będzie zobligowane do spłacenia finansowania właścicielskiego w wysokości około 6 mld PLN), co może spowodować presję na koszty finansowania szczególnie w 2018 roku. Niemniej jednak uważamy, że transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na konsensus prognoz oraz wycenę rynkową.

Co BZ WBK kupuje?

BZ WBK przejmuje wydzieloną część DB Polska (tzw. Core Deutsche Bank Polska), która zawiera działalność detaliczną (bez kredytów hipotecznych FX), MŚP oraz biuro maklerskie DB Securities. Na koniec 1H'17 kredyty brutto Core DB Polska wyniosły 18,2 mld PLN, depozyty 10,4 mld PLN, zaś finansowanie właścicielskie 5,8 mld PLN. Na koniec 2016 roku wskaźnik NPL Core DB Polska wyniósł 0,4% w hipotekach (50% coverage), 4,5% w kredytach konsumenckich (79% coverage), 4,5% w kredytach biznesowych (56% coverage) oraz 2,7% ogółem (76% coverage). Jednocześnie przejmowany bank wypracował w 2016 roku zysk netto na poziomie 116 mln PLN a w 1H'17 51 mln PLN (ROE 5,2%).

Cena

BZ WBK zapłaci 1 290 mln PLN (płatne 80% akcje/20% gotówka) za aktywa Core DB Polska z czego 20 mln PLN za DB Securities. Cena implikuje wskaźnik 0,6x P/TBV. W celu finalizacji transakcji BZ WBK wyemituje 2,75 mln nowych akcji (2,7% udział w BZ WBK). Emisja akcji przewidziana jest na koniec 2Q'18, zaś zamknięcie transakcji na 4Q'18. Transakcja będzie miała negatywny wpływ na współczynnik wypłacalności w wysokości 65 p.b. Struktura transakcji (akcje/gotówka) została uzasadniona przez Zarząd przez jej niski wpływ na wskaźnik wypłacalności banku, a co za tym idzie możliwości dywidendowe w 2019 roku.

DB Polska: Podstawowe dane

(mln PLN)	2016	1H'17
Bilans		
Kredyty brutto*	17 419	18 244
Kredyty netto*	16 994	17 815
Aktywa	17 594	18 401
Depozyty klientów	9 491	10 406
Finansowanie właścicielskie	6 047	5 766
Kapitał własny	1 875	2 044
RZiS		
Wynik odsetkowy	407	196
Wynik z tytułu opłat i prowizji	281	153
Przychody netto	688	349
Koszty bez opłat regulacyjnych	-340	-175
Opłaty regulacyjne***	-97	-54
Odpisy z tyt. utrat. wart. i rezerw	-92	-46
Podatek dochodowy	-43	-23
Zysk netto	116	51
Aktywa pod zarządzaniem	5 964	6 899
Koszty / przychody****	49,40%	50,20%
Koszt ryzyka*****	0,53%	0,50%
Wskaźnik ROE	6,50%	5,20%
Wskaźnik CET1	13,88%	13,88%

Źródło: BZ WBK, Domu Maklerskiego mBanku

Wpływ przejęcia na BZ WBK

Portfel kredytów BZ WBK wzrośnie do 130 mld PLN, zaś depozytów do 121 mld PLN. Jednocześnie suma bilansowa BZ WBK wzrośnie do 169 mld PLN, co znacząco go przybliży do #2 na rynku - Banku Pekao. Udział kredytów CHF w portfelu ogółem powinien spaść do 10,7% z 12,5% obecnie ,co przybliży bank do wypłaty dywidendy. Według Zarządu banku transakcja oraz amortyzacja portfela CHF spowodują, że udział kredytów CHF w portfelu ogółem w 2018 roku spadnie poniżej 10%. Jednocześnie spłata finansowania właścicielskiego oraz wzrost wskaźnika L/D do 107% spowodują szerszą akcję depozytową BZ WBK w 2018 roku, co może negatywnie zostać odzwierciedlone w marży odsetkowej banku.

Bazując na konsensusie rynkowym BZ WBK szacuje, że wzrost zysku netto na akcję (wyłączając koszty integracji) wyniesie +2,1% w 2018 roku, +3,9% w 2019, 4,1% w 2020 i 4,6% w 2021. Finalnie synergie kosztowe mają wynieść 129 mln PLN w 2021 roku. Jednocześnie BZ WBK może zaksięgować znaczący zysk jednorazowy z rozpoznania tzw. „bad-will'u w 4Q'18. Oczekujemy, że zysk jednorazowy pokryje w znaczącym stopniu lub w całości koszty integracyjne w wysokości 255 mln PLN (lata 2018-2021).

DB Polska: Portfel kredytowy

(mln PLN)	Core DB Polska* 1H'17	BZ WBK 9M'17	Razem
Detaliczne	**12 223**	**57 517**	**69 740**
Hipoteczne	9 669	37 463	47 132
PLN	9 669	23 477	33 146
FX	0	13 907	13 907
Konsumenckie	2 554	20 054	22 608
Korporacyjne	**6 021**	**53 860**	**59 880**
Razem	**18 244**	**111 376**	**129 620**
udział FX hipotek	*0,0%*	*12,5%*	*10,7%*

Źródło: BZ WBK, Domu Maklerskiego mBanku; *szacunek Domu Maklerskiego mBanku

BZ WBK: Wpływ na EPS transakcji

	2018	2019	2020	2021
Wzrost / (spadek) zysku na akcję (%)*	2,10%	3,90%	4,10%	4,60%
Wzrost / (spadek) zysku na akcję (%)	-0,90%	0,70%	3,40%	4,20%
Implikowana kontrybucja Core DB Polska	**120,3**	**186,5**	**211,9**	**243,2**

Źródło: BZ WBK, Domu Maklerskiego mBanku *bez kosztów integracji

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna", Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, Lotos, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, PKN Orlen, PGNiG, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna", Zastal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Famur, LC Corp, GetBack.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl